

з останніх тенденцій наповнення дохідної частини місцевих бюджетів, та зважаючи на основні завдання органів місцевого самоврядування – виконання соціальної функції.

**Список літератури:** 1. Бюджетний кодекс України: із змінами та допов. від 08.07.2010 № 2456 – VI: (Відповідає офіц. текстові) – К.: Алерта; КНТ; ЦУЛ, 2010. – 110 с. 2. Казначейська система виконання бюджету: Підручник / С.О. Булгакова, Л.В. Єрмошенко, Н.І. Сушко та ін. / За ред. С.О. Булгакової. – 2-ге вид., переробл. та допов. – К.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2005. – 417с. 3. Юрій С.І., Стоян В.І., Мац М.Й., Казначейська система: Підручник. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 590 с. 4. О.В. Валентієва, А.І. Феценко. Роль казначейської системи в контексті навчальних програм. // Вчені записки університету "Крок" [Текст]: [зб. наук. праць] / ВНЗ "Університет економіки та права "Крок"; [редкол.: З.М. Борисенко та ін.]. – К.: Ун-т "КРОК", 1997. – Вип. 18, т. 1 : в 4-х т.: за матеріалами Міжнар. наук.-практ. конф. "Виклики та потреби бізнесу ХХІ століття". – 2008. – С.77-82. 5. С.Я. Кондратюк. Послуги Державного казначейства: сутність і тенденції розвитку. // Фінанси України. – 2005. – № 1. – С.16-24. 6. В.І. Стоян Управління фінансовими ресурсами у системі казначейства. // Фінанси України. – 2006. – № 7. – С.21-29. 7. Л. Панкевич. Державне казначейство: від контролю до оптимізації розподілу фінансових ресурсів. // Регіональна економіка. – 1999 р. – № 1. – С.210-215. 8. Л.І. Штригель. Розвиток казначейської системи виконання Державного бюджету в Україні. // Актуальні проблеми державного управління, педагогіки та психології [зб. наук. праць] / Херсонський національний технічний університет. – 2008. – №1. – С.64-68. 9. В.М. Русін. Проблеми казначейського обслуговування бюджетів та шляхів їх вирішення. // Наука й економіка. – 2008 р. – №3(11). – С. 65-69. 10. Г.А. Семенов, Л.А. Чорна. Управління використання бюджетних коштів за допомогою казначейської системи України. // Вісник Донецького національного університету, серія В: Економіка і право. – 2009 р. – №1. – С.337-341.

Надійшла до редколегії 25.03.11

УДК 336.76

**Д.В. КОРОБКОВ**, к.е.н., НТУ «ХПІ», Харків,  
**А.В. СОТНИКОВ**, аспірант, НТУ «ХПІ», Харків

## **ОСОБЛИВОСТІ ВИКОРИСТАННЯ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ**

У статті наведено аналіз сучасних методів оцінки ефективності управління компаніями в межах концепції вартісно-орієнтованого управління. Розглянуто та обґрунтовано можливості використання методів вартісно-орієнтованого управління у вітчизняних компаніях з використанням поправочних коефіцієнтів.

В статье приведен анализ современных методов оценки эффективности управления компаниями в рамках концепции стоимостного управления. Рассмотрены и обоснованы возможности использования методов стоимостного управления в отечественных компаниях с использованием поправочных коэффициентов.

The article presents analysis of current methods of evaluating the effectiveness of management companies within the conception of cost-oriented management. A and substantiates the possibility of using the value to management-oriented domestic companies using correction factor.

Управління вартістю у сучасних умовах ведення бізнесу та пошуку інвестицій та капіталовкладень є дуже важливим завданням, тому що воно дозволяє оцінити ефективність діяльності компанії як у короткостроковому, так і в дов-

гостроковому періоді. Серед безлічі концепцій управління особливе місце займає підхід, що отримав назву: «управління, яке орієнтоване на створення вартості» – VBM (Value Based Management).

Ця концепція, орієнтована на покращення стратегічних та оперативних рішень на всіх рівнях компанії за рахунок концентрації зусиль її менеджменту на ключових факторах вартості. Слід відмітити, що головна функція цієї концепції – це максимізація вартості. Вартість компанії визначається дисконтованими грошовими потоками, а нова вартість буде створюватися у випадку якщо економічна віддача від капіталу буде більшою ніж витрати по його залученню. Враховуючи той факт, що вітчизняні компанії при побудові ефективної системи менеджменту орієнтуються на методики, які успішно зарекомендували себе у розвинутих країнах, розгляд методів вартісно-орієнтованого управління та обґрунтування можливості їх використання у діяльності українських компаній набуває особливої актуальності.

Теоретичну і методичну основу дослідження цього питання, на прикладі широко відомої концепції EVA, склали фундаментальні роботи зарубіжних фахівців у сфері корпоративних фінансів, оцінки вартості та управління вартістю компанією. Серед класичних робіт у галузі дослідження управління вартістю компанією слід виділити праці А. Раппапорта, Ж. Петті, Т. Коупленда, Т. Коллера і Д. Мурріна. З праць, присвячених концепції EVA, в першу чергу, слід відзначити роботу її автора Б. Стюарта «The Quest For Value: a Guide for Senior Managers» [6], а також книгу Д. Янга і С. О'Бірна «EVA and Value-Based Management: a Practical Guide to Implementation» [10]. Серед робіт, в яких розглядаються результати впровадження EVA на практиці, варто виділити роботи С. Вивера, Г. Біддл і Р. Боуена.

Перераховані вище автори, вивчали можливості використання концепції EVA в діяльності західних компаній, які знаходяться у розвинутих країнах. Що ж стосується російських та вітчизняних умов ведення бізнесу, то концепція EVA розглядається в роботах І. В. Івашковської, Д. Л. Волкова, Д. Степанова, Д. Янгеля, А. Полуектова, О. Щербакової, А. Рассказова, Д. Просянкін та ін. В цих роботах розглядалися основні методики, які успішно використовувалися у закордонних країнах та проблеми їх застосування у вітчизняній практиці.

Отже, вартісно-орієнтований підхід відображає валичезний стрибок в ідеології оцінки вартості компанії та прийнятті управлінських рішень. Найважливішою метою фінансових менеджерів стає максимізація вартості компанії, а головною відмінною рисою корпоративного управління – націленість у майбутнє.

Великою проблемою вартісно-орієнтованого управління у вітчизняній практиці є складність застосування розроблених закордонних методик. Дуже часто українські аналітики не зовсім уважно розглядають і застосовують основні припущення цих методик. Тому метою даної статті є аналіз основних моделей вартісно-орієнтованого управління та облік не фінансових факторів, при їх розгляді, які прямо чи опосередковано здатні оказувати вплив на розрахункову величину вартості компанії.

Під час розвитку вартісно-орієнтованого управління з'явився цілий ряд показників (на основі деяких з них в подальшому були створені навіть системи управління: наприклад, EVA та EVA-based management), відбиваючих процес створення вартості. Найвідоміші з цих показників це – EVA, MVA, SVA, CVA та CFROI. Слід відзначити, що за допомогою моделей вартісно-орієнтованого управління, можна планувати приріст вартості, аналізувати стратегічні рішення і оперативно контролювати процес нарощення вартості. При цьому можуть використовуватися показники економічного прибутку в абсолютному вираженні, певні відносні показники, а також їх комбінації [11].

Так, метод ринкової доданої вартості (Market Value Added, MVA) – один з найпоширеніших методів, призначених для оцінки вартості компанії. В якості критерію створення вартості даний метод розглядає ринкову капіталізацію та ринкову вартість боргів компанії. Але, слід відмітити, що використання MVA ускладнено рядом наступних причин:

- відповідно до сучасних правил бухгалтерського обліку нематеріальні активи компанії (товарні марки, ліцензії, бренд компанії, її репутація, спеціалісти тощо) залишаються неврахованими або обліковуються за вартістю, яка не відповідає ринковим умовам. В той же час, на думку авторів, ринкова капіталізація компанії багато в чому залежить від оцінок величин саме цих показників;

- як правило, активи враховуються у балансі за ціною їх придбання. В той же час, якщо актив придбаний кілька років тому, ймовірна ситуація, коли його первісна вартість може не відповідати його поточної ринкової вартості;

- менеджери компанії можуть здійснювати маніпулювання певними значеннями, які відображаються у вітчизняних формах бухгалтерської звітності, з метою підвищення розрахункового значення MVA [9].

Одна з головних цілей вартісно-орієнтованого управління, є сприяння довгостроковому розвитку компанії через координацію прийняття стратегічних рішень та мотивація менеджменту. Це пов'язано з тим, що вартість компанії визначається сумою майбутніх грошових потоків. Саме тому в практиці управління вартістю виник цілий ряд альтернативних моделей, що усувають недоліки показника MVA, але при цьому мають ряд інших недоліків.

Одним з найбільш відомих і поширених показників, призначених для оцінки вартості компанії, є економічна додана вартість (Economic Value Added, EVA). Даний показник є досить простим у розрахунку, але він дозволяє оцінювати як вартість компанії в цілому, так і окремих її підрозділів. Показник EVA характеризує з фінансової точки зору якість прийнятих управлінських рішень. Коли величина EVA позитивна і спостерігається позитивна динаміка цього значення, можна зробити висновок про те, що бізнес компанії збільшує багатство акціонерів, тоді, як від'ємне значення та негативна динаміка EVA свідчить про його зменшення і неефективність діяльності менеджменту.

Концепція EVA часто використовується західними компаніями як інструмент вимірювання ефективності підрозділів замість чистого прибутку. Це пов'язано з тим, що економічна додана вартість враховує не тільки кінцевий результат (розмір отриманого прибутку), але і те, якою «ціною» він був отриманий (який обсяг капіталу на це був витрачений) [6].

На думку авторів, особливо слід відзначити, що показник EVA і показник MVA мають між собою міцний взаємозв'язок. Так, наприклад, вартість бізнесу дорівнює сумі приведеній вартості очікуваної в майбутньому EVA та величини інвестованого капіталу. При цьому збільшення економічної доданої вартості за звітний період може призвести до зниження вартості компанії. Це може відбутися з кількох причин:

- збільшення EVA у звітному періоді може бути пов'язане зі зростанням ризику, що відіб'ється в майбутній вартості інвестованого капіталу (як власного, так і позикового). Таким чином, справжня вартість усіх майбутніх значень EVA може зменшуватися, навіть при зростанні EVA в одному з періодів;

- зростання EVA в будь-якому періоді може бути викликана чинниками, які мають негативний вплив в довгостроковій перспективі. Так скорочення деяких витрат призведе до збільшення показника у короткостроковій перспективі, а у довгостроковій перспективі такий підхід може призвести до послаблення конкурентних переваг компанії і призведе до зниження майбутнього значення EVA [11, 12, 6].

Також необхідно відзначити, що як для кредитно-фінансових установ, де існує режим резервування капіталу, так і для новостворених компаній з важко прогнозованими майбутніми грошовими потоками показник EVA мало придатний. Таким чином, підхід до побудови системи управління вартістю на основі економічної доданої вартості не може повністю усунути недоліки та обмеження показника MVA, тому більш придатними, з позиції розгляду цього питання, виглядають показники, котрі враховують майбутні грошові надходження.

Ще один метод оцінки, який використовується в рамках управління вартістю компанії, – це метод акціонерної доданої вартості (Shareholder Value Added, SVA). Автором метода SVA є Альфред Раппапорт. Він визначав акціонерну додану вартість як приріст між двома показниками – вартістю акціонерного капіталу після вчинення певної операції та вартістю того ж капіталу до здійснення цієї операції. Пізніше з'явилося ще одне визначення показника SVA: акціонерна додана вартість – це прирощення між розрахунковою вартістю акціонерного капіталу (наприклад, методом дисконтованих грошових потоків) і його балансовою вартістю.

Як будь-який показник, що базується на концепції залишкового доходу і використовується в рамках управління вартістю компанії, SVA виходить з припущення про те, що створення доданої вартості для акціонерів (позитивна величина SVA) відбувається в той момент, коли рентабельність нових інвестицій компанії перевершує середньозважені витрати на капітал ( $ROIC > WACC$ ). При цьому важливою умовою є те, що будь-які дії менеджерів компанії повинні бу-

ти спрямовані на отримання додаткової вигоди для власників компанії, яка фактично визначається приростом її акціонерного капіталу. Але основним недоліком моделі SVA є трудомісткість розрахунків і складності, що виникають при прогнозуванні грошових потоків [1, 4].

Використання SVA в рамках управління вартістю, на відміну від грошового потоку, дає можливість зрозуміти, наскільки ефективними були вчинені інвестиції, притому, що розподіл суми доданої вартості по роках різна. Ще одним важливим моментом при розрахунку показника SVA є також факт обліку вартості, доданої новими інвестиціями в тому ж році, коли ця інвестиція була здійснена [1].

На думку авторів, слід відмітити, що на відміну від методу EVA, при використанні показника SVA найбільший акцент робиться на чітке визначення періоду конкурентних переваг. У випадку довгострокової перспективи, розрив між ROIC і WACC призведе до того, що в галузі, в якій діє підприємство, загостриться конкуренція. У свою чергу, це призведе до падіння рентабельності інвестицій. Таким чином, процес створення доданої вартості не нескінченний і обмежується періодом конкурентних переваг галузі і компанії.

Ігнорування грошових потоків – недолік, властивий показнику EVA, який усувається при розрахунку показника рентабельності грошових потоків від інвестицій (Cash Flow Return on Investment, CFROI).

Таким чином, ще однією перевагою даного показника над іншими показниками є те, що грошові потоки, генеровані існуючими та майбутніми активами, і початкові інвестиції виражаються в поточних цінах, тобто враховується фактор інфляції [8].

Але, як і всі розглянуті моделі, показник CFROI має ряд недоліків. Одним з головних недоліків даної моделі є те, що результат розрахунків це не сума «створеної» (або «зруйнованої») вартості, а відносний показник. Іншим недоліком є складність розрахунку показника CFROI, та питання процедури визначення всіх грошових потоків, які генеруються у результаті використання як існуючих, так і майбутніх активів компанії [8, 9].

Останнім часом у практиці управління вартістю компанії часто стала використовуватися модель Cash Value Added (CVA). В основі даної моделі лежить

концепція залишкового доходу. Показник CVA також називають Residual Cash Flow (RCF). На думку більшості науковців та фахівців у галузі фінансів, цей критерій створення вартості є найкращим за всі інші, тому що в якості віддачі від інвестованого капіталу використовуються грошові потоки, до того ж на відміну від показника CFROI, враховуються витрати на залучення та обслуговування капіталу із різних джерел, тобто середньозважена вартість капіталу [12].

При цьому потрібно зазначити, що корегування, які вносяться при розрахунку всіх моделей вартості аналогічні тим, які розглядалися при визначенні EVA.

Більшість дослідників вартісно-орієнтованого управління припускають, що зіставлення результатів, отриманих в ході застосування різних методів, має велику інформативність для менеджменту компанії, ніж результати, отримані одним методом, або усереднена величина усіх результатів. Вони пов'язують це з тим, що кожна з розглянутих моделей має свої обмеження і недоліки, а також, тому що сфера вартісних показників є відносно новим напрямком у фінансах.

Але, на думку авторів, такий підхід не буде оптимальним, тому що ефективність концепції VBM може бути досягнута лише при підпорядкуванні всіх вагомих управлінських рішень єдиній меті, що передбачає існування єдиного критерію, на основі якого створюється як оцінка ефективності, так і система мотивації менеджменту компанії. На підставі цього можна зробити висновок про те, що вибирати модель вартісно-орієнтованого управління для певної компанії слід враховуючи її галузь, сферу діяльності, перспективи та умови розвитку та інші релевантні, при розгляді цього питання, не фінансові показники. Таким чином, із всіх розглянутих методів орієнтованих на створення вартості найбільш обґрунтованим і всеосяжним методом є метод дисконтованих грошових потоків.

Метод CVA в усьому світі визнаний як найбільше теоретично обґрунтований метод оцінки ринкової вартості діючого підприємства. У розвинутих країнах при оцінці великих і середніх підприємств цей метод застосовується у 80-90% випадків. Головна перевага методу CVA полягає в тому, що він єдиний з відомих методів оцінки, що заснований на прогнозах майбутнього розвитку ринку, а це найбільшою мірою відповідає інтересам інвестиційного процесу.

На думку авторів, якщо вартість компанії базується не тільки на фінансових показниках, але й на не фінансових показниках, то зміна не фінансових показників повинна оказувати вплив на величину грошових потоків компанії. Тому пропонується скорегувати грошові потоки моделі CVA на коефіцієнт доданої вартості від релевантних не фінансових факторів. На думку авторів, це дозволить отримати більш обґрунтовані та достовірні результати оцінці вартісно-орієнтованого управління, бо фінансові та не фінансові показники, як свідчать дослідження у сферах менеджменту, маркетингу та управління персоналом, знаходяться у тісній взаємодії. Фінансові показники є результатом діяльності всіх відділів компанії. Так, наприклад, від ефективності маркетингового відділу залежить успішність продаж і, як наслідок, значення виручки компанії та її чистого прибутку. Від кваліфікації фахівців компанії залежить ефективність діяльності усіх підрозділу, яка виражається у прямих та непрямих витратах та доходах. Таким чином, слід зробити висновок, що саме не фінансові показники роблять значний вплив на фінансові результати підприємства.

На думку авторів, при оцінці вартісно-орієнтованого управління, з метою обліку не фінансових факторів, авторами пропонується використовувати спеціальний коефіцієнт в моделі CVA за наступною формулою, який передбачає врахування якісних показників, здатних суттєво впливати на майбутню величину грошових потоків, ціни капіталу та активів.

$$CVA = (AOCF - WACC \times TA) \times NF,$$

де AOCF – скоригований операційний грошовий потік;

WACC – середньозважена ціна капіталу;

TA – сумарні скореговані активи.

NF (non-financial factors) – не фінансові фактори, які мають кількісне вираження.

На думку авторів, таке доповнення моделі CVA дозволяє оцінити вартість компанії з більшою точністю та обґрунтованістю, враховуючи вплив вагомих, з точки зору оцінці вартісно-орієнтованого управління, не фінансових факторів.

Подальші дослідження розглянутої в даній статті проблематики особливостей використання вартісно-орієнтованого управління можуть бути зосере-



джені на теоретичному обґрунтуванні та практичному визначенні кількісного значення показника не фінансових факторів.

**Список літератури:** 1. *Rappaport A.* Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. – New York: Free Press, 1986 2. *Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление. 3-е изд., переработанное и дополненное / Пер. с английского. – М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2005 3. *Kaplan R.S., Norton D.P.* The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance // Harvard Business Review. – Jan./Feb. 1992 4. *Уолли К.* Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании. – М.: Дело, 2000. – 360 с. 5. *А.Г. Грязнова, М.А. Федотова.* Оценка бизнеса. Учебник. Изд. второе, переработанное и дополненное – М.: Финансы и статистика, 2005. 6. *Stewart G. Bennet.* The Quest For Value: the EVA Management Guide. – New York: Harper Business, 1991. 7. *Weissenrieder F.* Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added? // Gothenburg Studies in Financial Economics 971214. // Study (Sweden). – № 1997:3. 8. *Madden B.J.* The CFROI Valuation Model // The Journal of Investing. – Spring 1998. 9. *Степанов Д.* Value-Based Management и показатели стоимости // [www.d-stepanov.narod.ru](http://www.d-stepanov.narod.ru) – 2002. 10. *Young D., O'Byrne S.* EVA and Value-Based Management: a Practical Guide to Implementation. – New York: McGraw-Hill, 2000. 11. *Редченко К.* Сбалансированная система показателей (BSC) и экономическая добавленная стоимость (EVA): комбинирование с целью достижения синергии» // [www.cfin.ru](http://www.cfin.ru). 12. *Янгель Д.* Модель EVA: ориентация на стоимость // Журнал «Консультант». – 2005. – № 5. 13. <http://www.vmgroupp.ru> Ларионова Е. Экономическая добавленная стоимость.

*Надійшла до редколегії 14.03.11*

УДК 336.581

**А.В. КОТЛЯРОВА**, доцент, НТУ«ХП», Харків,  
**Т.І. КОЧЕТОВА**, доцент, НТУ«ХП», Харків,  
**В.В. ЯЦИНА**, асистент, НТУ«ХП», Харків

## **ОЦІНКА ТА АНАЛІЗ ФІНАНСОВИХ РИЗИКІВ ПІДПРИЄМСТВА**

Риски существуют на всех фазах и этапах деятельности предприятия, функция управления ими является актуальной на протяжении всего жизненного цикла предприятия. В работе рассматриваются вопросы анализа и оценки рисков предприятия. Как осуществляется управление степенью операционного и финансового левериджу. Сделан вывод относительно грамотной финансовой политики предприятия.

Ризики існують на всіх фазах і етапах діяльності підприємства, тому функція управління ними є актуальною протягом всього життєвого циклу підприємства. У роботі розглядаються питання аналізу та оцінки ризиків підприємства. Як здійснюється управління ступенем операційного та фінансового левериджу. Зроблено висновок стосовно грамотної фінансової політики підприємства.

There are different kinds of risks on all phases and stages of activity of enterprise. A management function of risks is an actual during all life cycle of enterprise. The questions of analysis and estimation of risks of enterprise and how to manage by the degree of operating and financial leverage are examined in this work. The conclusions about the competent financial policy of enterprise are made.

Невизначеність розвитку економічного середовища та недосконалість механізму управління підприємством виступають основними причинами виникнення ризику, ставлять суб'єкти господарювання перед необхідністю ідентифікації основних чинників ризикових подій, їх своєчасного прогнозування, оцінки